

TOTAL RETURN SWAPS DU SÉNÉGAL : QU'EST-CE QUE LES AUDITIONS PARLEMENTAIRES NOUS ONT APPRIS ?*

Modou Ndiaye

Points clés

- En 2025, dans un contexte de tarissement des financements extérieurs, le gouvernement sénégalais a eu recours aux Total Return Swaps (TRS), des produits dérivés qui lui ont permis d'obtenir des prêts en devises adossés à des obligations libellées en franc CFA et donnant lieu à des paiements d'intérêts.
- Des auditions parlementaires ont eu lieu du 12 au 15 octobre 2026 portant sur les sept TRS de 2025. Elles font état d'un financement total de 721 milliards de FCFA (environ 1,3 milliard de dollars) contre environ 1 000 milliards de titres publics immobilisés en garantie, soit près de 139 FCFA de titres pour 100 FCFA reçus.
- Le coût net, d'environ 7 %, égale les rendements sur le marché régional à trois ans et reste inférieur à celui des Eurobonds. Des risques subsistent cependant qui restent difficiles à évaluer en l'absence d'une publication des contrats concernés.
- Le FMI traite ces contrats comme de la dette extérieure, alors que leur place dans la restructuration annoncée n'est pas arrêtée : la publication des clauses conditionne un traitement équitable des créanciers.

Introduction

En 2025, la révélation de dettes non déclarées a fait passer l'encours de la dette du secteur public sénégalais à 132 % du PIB à fin 2024.¹ Le programme avec le Fonds monétaire international (FMI), de 1,8 milliard de dollars, a été suspendu. Privé de l'accès à des financements concessionnels et aux marchés internationaux de capitaux, le pays s'est tourné vers le marché financier de l'Union monétaire ouest-africaine (UMOA) et vers les *Total Return Swaps* (TRS), un instrument de plus en plus utilisé par des États en difficulté financière.²

Brièvement mentionnées par le ministre des Finances lors de son passage à l'Assemblée nationale le 29 novembre 2025 avant d'être portées à la connaissance du grand public par le *Financial Times* près de quatre mois plus tard,³ ces opérations ont fait l'objet d'auditions parlementaires publiques du 12 au 15 octobre 2026. Quatre cadres de l'administration financière ont été entendus : Alioune Diouf, ancien directeur de la dette publique, en fonction de janvier 2025 à juin 2026 (12 octobre), Moussé Ndoye Sow, directeur général de la gestion de la dette et des risques (13 octobre), Amadou Sow, directeur adjoint du financement de la dette et ancien coordonnateur du Comité national de la dette publique (14 octobre), et Amadou Tidiane Gaye, directeur général de la comptabilité publique et du Trésor (15 octobre).⁴ La problématique qu'elles posent est celle d'un arbitrage entre liquidité immédiate et risques différés : comment apprécier un mode de financement dont les avantages sont chiffrés alors que les risques dépendent de clauses non publiées ?

Modou Ndiaye

Doctorant en économie,
Bureau de Dakar,
IDEAS-Africa Network

Comment citer :

Ndiaye, M. (2026) Total Return Swaps du Sénégal : Qu'est-ce que les auditions parlementaires nous ont appris ?, IDAN Policy Brief, n°13, IDEAS-Africa Network LBG, Accra et Dakar : Ghana et Sénégal.

¹ Fonds monétaire international (2025), « Senegal: IMF concludes visit », communiqué de presse n° 25/360, 6 novembre, <https://www.imf.org/en/news/articles/2025/11/06/pr-25360-senegal-imf-concludes-visit>

² Buchheit, L. C. et Gulati, M. (2026), « A Scandal in Bohemia: The Perils of Incestuous Sovereign Repos », version du 24 mai, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6824519 ; Cassimon, D. et Mavrotas, G. (2026) « The emerging use of total return swaps in Sub-Sahara African debt management », Development and Finance Agenda vol 11(4).

³ Cotterill, J. et al. (2026), « Senegal tapped €650mn of undisclosed borrowing in bid to avoid default », Financial Times, 23 mars, <https://www.ft.com/content/dafe4ced-857e-4045-b0ca-fa941f49affe>

⁴ Les quatre sessions consacrées aux TRS peuvent être visionnées sur la page YouTube de l'Assemblée nationale du Sénégal. Voir <https://www.youtube.com/channel/UC4Ka-qae746lv8dM4U9MuQ> (visité le 17 octobre 2026).

* Les vues exprimées ici engagent leur(s) auteur(s) et non IDAN.

S'appuyant sur les auditions parlementaires, ce brief explique le fonctionnement des TRS (section 1) puis évoque leur place dans le financement du budget 2025 (section 2), leur coût (section 3), les risques qu'ils présentent (section 4) et la question de leur classification (section 5).

1. Les TRS, un produit dérivé plutôt qu'un prêt classique

Un *total return swap*, traduit par « contrat d'échange sur rendement total », est un produit dérivé, c'est-à-dire un contrat dont la valeur dépend d'un actif sous-jacent. Les parties échangent les revenus de cet actif, coupons et variations de prix, contre un taux de financement.

Dans sa version souveraine, un gouvernement remet ses propres obligations, appelées *collatéral*, à un prêteur en garantie d'un prêt synthétique, c'est-à-dire d'un financement reconstitué par un contrat dérivé plutôt que par un contrat de prêt classique. La valeur du collatéral dépasse normalement celle du financement. Concrètement, le prêteur conserve ces titres et en perçoit les revenus. Le contrat s'achève quand l'État emprunteur rembourse la somme avancée et, par la suite, récupère ses titres. Le contrat s'appuie sur les conventions de l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), qui publie les contrats-cadres des produits dérivés, et sur une annexe de soutien de crédit (*Credit Support Annex*) qui fixe les règles de garantie.

Dans le cas du Sénégal, les contreparties ont été Société Générale (France), First Abu Dhabi Bank (Émirats arabes unis) et Africa Finance Corporation (Nigeria). Selon le directeur général de la comptabilité publique et du Trésor, Amadou Tidiane Gaye, elles ont apporté des financements en devises qui ont été convertis en francs CFA, la monnaie de règlement des obligations de l'État, dépendant des contrats.⁵ D'après l'ancien directeur de la dette publique, ces institutions sont passées par des banques de l'UMOA qui ont souscrit des titres du Trésor.⁶ Les intérêts que leur paie le gouvernement sénégalais sont calculés en majorant d'une marge l'Euribor, le taux interbancaire de référence de la zone euro. Le gouvernement récupère ses titres à l'échéance.

Prenons en guise d'exemple le contrat de mai 2025 avec Africa Finance Corporation : 150 millions d'euros d'obligations en FCFA contre 105 millions d'euros en espèces, soit 70 % de leur valeur, avec une marge de 3,5 à 4 points au-dessus du taux variable de référence.⁷ Cette architecture permet à des investisseurs étrangers d'acquérir des titres du marché régional via des banques de l'UMOA et de fournir des devises à l'État émetteur qui ne s'expose pas directement à un risque de change.

Les titres servant de collatéral dépassent le financement reçu d'un montant appelé *IA* (*Independent Amount*), coussin de sécurité qui, selon l'ancien directeur de la dette publique lors de son audition, diffère d'une décote, laquelle réduit la valeur retenue d'un titre. Ce « surdimensionnement » s'accompagne de l'appel de marge : l'État doit ajouter titres ou espèces quand la garantie perd de la valeur. Dans l'exemple avec Africa Finance Corporation, les 45 millions d'euros d'écart (150 millions de titres moins 105 millions d'espèces) protègent le prêteur : une baisse de 10 % de la valeur des titres, soit 15 millions, ne l'expose pas encore, mais une baisse plus forte lui permettrait de réclamer des garanties supplémentaires, les seuils étant fixés sur une base contractuelle.

Ce montage relève des produits dérivés sur le plan contractuel. Alioune Diouf, ancien directeur de la dette publique (de janvier 2025 à juin 2026), a affirmé qu'aucun actif de l'État n'avait été gagé, c'est-à-dire aucun bien physique ou ressource minière. Mais la garantie est ici la dette de l'État lui-même : les contreparties détiennent le titre juridique des obligations remises jusqu'à leur reprise,⁸ ce qui rapproche l'opération d'un prêt garanti. Les députés n'ont pu le vérifier, faute d'avoir accès aux contrats.

⁵ Assemblée nationale du Sénégal (2026), audition d'Amadou Tidiane Gaye, 15 octobre, op. cit. ; Sarr, K. (2026), « 721 milliards perçus, 278 milliards en attente », Enquête, n° 4529, 17-18 octobre, p. 3.

⁶ Assemblée nationale du Sénégal (2026), audition d'Alioune Diouf, 12 octobre, op. cit.

⁷ Cotterill et al. (2026), « Senegal tapped... », op. cit.

⁸ Cotterill et al. (2026), « Senegal tapped... », op. cit.

Buchheit et Gulati qualifient d’« incestueux » ce type de garantie, puisque l’État garantit sa dette par ses propres titres, mais notent qu’au Sénégal le collatéral est créé par un achat de titres sur le marché régional.

2. Un recours dicté par la contrainte de financement de 2025

Le besoin de financement de 2025, arrêté à 5 715,5 milliards de FCFA par la loi de finances rectificative de juin 2025,⁹ représentait environ 26 % du PIB. Les appuis extérieurs attendus, environ 600 milliards, ne se sont pas matérialisés avec la suspension du programme du FMI, selon l’ancien directeur de la dette publique, et un écart de financement de 1 000 milliards a été évalué pour boucler l’exercice. Le marché régional avait déjà absorbé 2 225 milliards de titres à un rendement moyen d’environ 6,3 %, et solliciter davantage les banques locales aurait pu davantage les exposer et, éventuellement, assécher le crédit privé. Telle est la justification du recours aux TRS avancée par le ministère des Finances. Lors des auditions parlementaires, les cadres de ce ministère ont souligné que les TRS ne forment pas une dette autonome, car ils ont été adossés à des émissions classiques de bons et d’obligations du Trésor.

Deux opérations, soit 650 millions d’euros avec Africa Finance Corporation (350 millions au maximum) et First Abu Dhabi Bank (300 millions), ont été révélées le 23 mars 2026 par le *Financial Times*. La confirmation, par le ministre des Finances lors d’une conférence de presse, de sept opérations pour 721 milliards de FCFA a suivi trois jours plus tard, avant d’être détaillée par l’ancien directeur de la dette publique, Alioune Diouf, lors de son audition.¹⁰ Exécutées entre avril et novembre 2025, elles représentent 720,9 milliards de FCFA de financement net, soit 12,6 % du besoin de 2025, et 277,8 milliards de titres de surdimensionnement. Voir tableau 1.

Trois grandeurs doivent être distinguées. Le financement net, 720,9 milliards, est le montant ayant été encaissé par le Trésor. Les titres engagés, environ 999 milliards, constituent le stock d’obligations immobilisé en garantie. Le surdimensionnement, 278 milliards, est la différence entre les deux : il ne représente pas une dépense de l’État *a priori* mais plutôt la marge de sécurité du prêteur. Il est restitué si tout se passe comme prévu, selon l’ancien directeur de la dette publique.

Tableau 1 : Les sept TRS de 2025

Date	Contrepartie	Net (en milliards de FCFA)	IA (en milliards de FCFA)	Échéance	Marge
18 avril	Société Générale	64,9	27,8	1 an	Euribor + 3,5 %
2 mai	Africa Finance Corporation	68,9	29,5	1 an, jusqu’à 3 ans	Euribor + 3,5 %
26 mai et 27 juin	First Abu Dhabi Bank	393,6	137,8	3 ans	Euribor + 5,4 %
3 juillet	Africa Finance Corporation	70,4	30,2	1 an, jusqu’à 3 ans	Euribor + 3,5 %
25 juillet	Africa Finance Corporation	84,0	35,8	1 an, jusqu’à 3 ans	Euribor + 3,5 %
14 novembre	Africa Finance Corporation	39,2	16,8	1 an, jusqu’à 3 ans	Euribor + 3,5 %
Total		720,9	277,8		

Source : audition de l’ancien directeur de la dette publique (12 octobre 2026) ; « 1 an, jusqu’à 3 ans » = contrat d’un an renouvelable jusqu’à trois ans, conditions non publiées.

⁹ République du Sénégal (2025), Projet de loi de finances rectificative pour 2025, 25 juin, Vie-Publique.sn, <https://www.vie-publique.sn/documents/1866/projet-loi-de-finances-rectificative-2025>

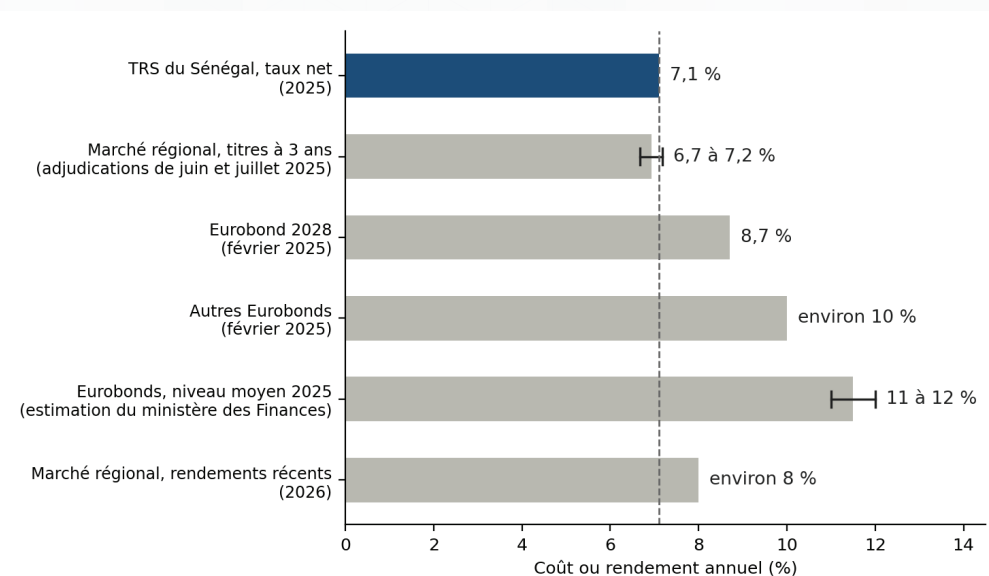
¹⁰ Bloomberg (2026), « Swaps Helped Senegal Raise \$1.3 Billion Despite Debt Concerns » (conférence de presse de Cheikh Diba, 26 mars ; présentation à l’Assemblée le 29 novembre 2025), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-26/senegal-raised-1-3-billion-in-2025-with-swaps-that-curbed-cost>

Comme il ressort du tableau 1, First Abu Dhabi Bank a apporté 55 % du financement net, Africa Finance Corporation 36 % et Société Générale 9 %. L'IA représente 30 % des titres engagés pour la Société Générale et Africa Finance Corporation, 26 % pour First Abu Dhabi Bank : la contrepartie qui prête le plus se couvre proportionnellement moins.

3. Coût apparent et coût complet

Le coût net des TRS est évalué à environ 7 %, contre 11 à 12 % pour les Eurobonds selon les estimations officielles. Les cotations donnent toutefois 8,7 % pour l'échéance 2028 et environ 10 % pour les autres en février 2025.¹¹ Sur le marché régional, les titres à trois ans ont été adjugés à 6,68 % le 21 juillet 2025, et les rendements récents approchent 8 %.¹² Voir Figure 1.

Figure 1 : Coût net du TRS comparé aux alternatives (%)



Sources : ministère des Finances et du Budget, conférence de presse du 26 mars 2026 (taux net de 7,1 % ; estimation de 11 à 12 % pour les Eurobonds) ; Agence Ecofin, février 2025 (cotations des Eurobonds) ; Le Soleil, 26 juillet 2025, et Agence Ecofin, 2026 (adjudications d'UMOA-Titres).

Emprunter à environ 7 % via des TRS est comparable à l'émission de titres à trois ans en FCFA, et coûte 2 à 5 points de moins que des Eurobonds. L'intérêt des TRS tient donc au volume et à l'accès aux devises plutôt qu'à un arbitrage de coût : les devises apportées par les contreparties permettent à l'État de payer ses dettes et autres obligations extérieures. Le taux net n'est pas le coût complet : il ne compte que les intérêts versés sur les espèces reçues et ignore les frais non publiés, le coût d'immobiliser près de 1000 milliards de titres et celui d'un éventuel appel de marge ou d'une majoration de taux liée à la notation.¹³ Selon le *Financial Times*, le Sénégal devrait acheter des actions de First Abu Dhabi Bank.¹⁴ Montant, calendrier et lien avec le swap sont inconnus et les comptes rendus d'audition consultés n'y font pas allusion.

4. Risques financiers et contractuels

Le premier risque est l'appel de marge, c'est-à-dire la demande de garanties supplémentaires adressée à l'emprunteur lorsque la valeur des titres remis baisse. Si les taux montent, les obligations remises perdent de la valeur et le prêteur peut exiger titres ou espèces supplémentaires, au pire moment pour l'État. L'Angola a versé 200 millions de dollars en espèces en avril 2025 après la baisse de ses Eurobonds, somme

¹¹ Agence Ecofin (2025), « Senegal's Eurobonds Hold Strong Despite Moody's Downgrade », février, <https://www.mfw4a.org/news/senegals-eurobonds-hold-strong-despite-moodys-downgrade>

¹² Diémé, M. (2025), « Marché UEMOA : le Sénégal lève 132 milliards de FCFA », Le Soleil, 26 juillet, <https://lesoleil.sn/actualites/economie/marche-uemoa-le-senegal-leve-132-milliards-de-fcfa/>

¹³ Buchheit et Gulati (2026), « A Scandal in Bohemia... », op. cit.

¹⁴ Cotterill, J. (2026), « The clock is ticking on Senegal's total return swaps », Financial Times Alphaville, 9 septembre, <https://www.ft.com/content/33d4674f-31db-4551-9ad3-c43d5c94c94c>

restituée en mai après leur rebond.¹⁵ L'ancien directeur de la dette publique a cité lors de son audition deux potentiels déclencheurs, une hausse d'environ 2,5 points des rendements du marché intérieur ou une dégradation de plus de 5 milliards de FCFA de la valeur du portefeuille.¹⁶ Tout comme ses collègues qui ont été entendus par les parlementaires, il a écarté l'occurrence de ce type de scénario.

Le deuxième risque tient aux clauses de remboursement anticipé liées à la notation de S&P et de Moody's. Le contrat de swap de 300 millions d'euros conclu en juin 2025 entre le Sénégal et First Abu Dhabi Bank prévoit une clause d'exigibilité anticipée liée à la notation souveraine du pays. Selon les informations rapportées par le *Financial Times*, le franchissement des seuils minimaux de Caa1 chez Moody's ou de CCC+ chez S&P permet à la banque d'engager une procédure de consultation de vingt jours ouvrés en vue d'une éventuelle restructuration. En l'absence d'accord à l'issue de cette période, First Abu Dhabi Bank peut exiger le remboursement des 300 millions d'euros dans un délai de quarante-huit heures.¹⁷ Or Moody's a abaissé la note à Caa2 le 28 août 2026 et S&P à CC le 4 septembre, des niveaux sous les seuils retenus et qui indiquent un défaut jugé quasi certain.¹⁸ Le swap avec Africa Finance Corporation prévoit aussi un remboursement en cas de défaut croisé sur celui de Société Générale.¹⁹

Le troisième risque porte sur le refinancement : les opérations de Société Générale (un an) et d'Africa Finance Corporation (un an, renouvelable jusqu'à trois ans) représentent 327 milliards de FCFA, avec des échéances initiales entre avril et novembre 2026 dont le renouvellement n'est pas public. Selon l'ancien directeur de la dette publique, seuls les coupons ont été payés à ce jour.²⁰ Si l'une de ces contreparties refuse de renouveler son financement, l'État doit lui rembourser en espèces le montant reçu pour récupérer ses titres, ou trouver un autre financeur.

Enfin, il y a la question de la hiérarchie des créanciers. L'incitation à rembourser un swap avant une restructuration (renégociation des échéances, des taux ou du capital) confère à ces prêteurs un statut proche de la super-séniorité, un rang de créancier devant être remboursé en priorité, qu'ils pourraient revendiquer au détriment des porteurs d'Eurobonds.²¹ Il n'existe pas de précédent établi sur le traitement d'un TRS souverain dans une restructuration. L'Équateur a remboursé 1 milliard de dollars à Goldman Sachs et Credit Suisse en 2020, au titre de contrats de pension livrée (*repo*), un instrument proche des TRS, avant de restructurer ses obligations en dollars. Buchheit et Gulati notent que l'Argentine (2019) et l'Équateur (2020) ont dénoué leurs *repos* environ trois mois avant leur restructuration.²²

5. Classification et transparence

Les TRS sénégalais brouillent un peu la frontière entre dette en monnaie nationale et dette en devise. Dans ses analyses de viabilité de la dette, le FMI classe les TRS dans la seconde catégorie mais laisse à l'État et à ses créanciers le soin de décider de leur éventuelle restructuration.²³

¹⁵ Miriri, D. et Gomes, M. (2025), « JP Morgan's \$200 million Angola margin call reveals Africa's new debt pains », Reuters, 8 mai ; Schatzberg, S. (2026), « IMF conducts capacity building work... », Octus, 14 août, <https://octus.com/resources/articles/imf-conducts-capacity-building-work-on-total-return-swaps/>

¹⁶ Assemblée nationale du Sénégal (2026), audition d'Alioune Diouf, 12 octobre, op. cit.

¹⁷ Cotterill (2026), « The clock is ticking... », op. cit.

¹⁸ Capmad (2026), « Senegal: after S&P's downgrade, country risk now plays out beyond ratings alone », 8 septembre (décision de S&P du 4 septembre), <https://www.capmad.com/post/senegal-after-sps-downgrade-country-risk-now-plays-out-beyond-ratings-alone>

¹⁹ Cotterill (2026), « The clock is ticking... », op. cit.

²⁰ Calcul de l'auteur : $64,9 + 262,4 = 327,3$, soit 45,4 % de 720,9.

²¹ Bloomberg (2026), « Senegal's \$1.2 Billion Swaps to Prolong Debt Revamp, S&P Says », 6 octobre, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-10-06/senegal-s-1-2-billion-swaps-to-prolong-debt-revamp-s-p-says>

²² Rao, S. et Hill, M. (2026), « How Total Return Swaps Pile on Risk for Bondholders », Bloomberg, 6 octobre, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-10-06/how-total-return-swaps-pile-on-risk-for-bondholders> ; Buchheit et Gulati (2026), op. cit., note 12.

²³ Ndoye, A. (2026), « Sénégal : le ministre des Finances réfute les "allégations" de dette cachée », Financial Afrik, 26 mars, <https://www.financialafrik.com/2026/03/26/senegal-le-ministre-des-finances-refute-les-allegations-de-dette-cachee/> ; Afronomicslaw (2026), « Sovereign Debt News Update No. 164... », <https://www.afronomicslaw.org/category/african-sovereign-debt-justice-network-afsdjn/sovereign-debt-news-update-no-164-senegals>

Le gouvernement sénégalais a annoncé exclure de la restructuration la dette en FCFA. Or les TRS, adossés à des titres en FCFA, sont financés par des créanciers étrangers : les exclure les protégerait indirectement, au détriment des autres créanciers extérieurs. La créance à reconnaître peut être mesurée de trois façons : montant reçu (720,9 milliards), valeur des titres remis (environ 1 000 milliards) ou valeur de résiliation, c'est-à-dire la somme que l'État devrait payer si les contrats étaient résiliés avant terme.

Sur la transparence, le gouvernement affirme que ces financements ont été autorisés par les lois de finances de 2025 et présentés à l'Assemblée en novembre 2025,²⁴ lecture défendue par l'ancien directeur de la dette publique lors de son audition : l'autorisation porte sur le besoin global, non sur chaque instrument. Des députés ont répondu qu'ils ne figurent pas dans ces lois et auraient dû leur être soumis,²⁵ tandis que le FMI indique ne pas avoir été informé des termes des swaps. L'ancien directeur de la dette publique affirme pour sa part que le Fonds a été informé de ces opérations, peut-être pas des clauses contractuelles.²⁶

Conclusion

Les auditions ont permis de confirmer les montants reçus (721 milliards de FCFA), les trois contreparties, l'absence d'actif physique gagé, et des seuils d'appel de marge qui n'auraient pas été atteints. Il reste à clarifier la nature et la restitution des 278 milliards de surdimensionnement, le renouvellement des financements d'un an, l'activation ou non des clauses de notation, l'éventuel achat d'actions de First Abu Dhabi Bank rapporté par le *Financial Times*, et le traitement de ces créances dans la restructuration envisagée.

Le directeur général de la comptabilité publique et du Trésor a accepté le principe de la transmission des pièces demandées par la commission d'enquête parlementaire. La publication de celles-ci permettra de passer des montants annoncés aux faits documentés. À l'avenir, une plus grande transparence et publicité sur ce type d'opérations (montants, marges, échéances, seuils, déclencheurs de notation) devraient être de rigueur.

IDEAS-Africa Network
LBG (IDAN)

Bureau d'Accra :

Kwame Nkrumah
Complex, Institute of
Africa Studies, University
of Ghana, Legon, Ghana

reponse@idan.africa

Bureau de Dakar :

Lot 55-56, Immeuble
Serigne Saliou 8e étage,
Appt 8A près Cité CPI,
VDN | Dakar - Sénégal

+221 33 826 15 40

dakaroffice@idan.africa



²⁴ Faye, A. (2026), « Publication d'un article sur les emprunts du Sénégal : Les éclairages du ministère des Finances et du Budget » (communiqué du ministère des Finances et du Budget du 24 mars), Lejecos, 25 mars, https://www.lejecos.com/Publication-d-un-article-sur-les-emprunts-du-Senegal-Les-eclairages-du-ministere-des-Finances-et-du-Budget_a30551.html

²⁵ RFI (2026), « Sénégal : polémique suscitée par un emprunt secret pour rembourser la dette », 25 mars, <https://www.rfi.fr/fr/afrique/20260325-s%C3%A9n%C3%A9gal-pol%C3%A9mique-suscit%C3%A9-par-un-emprunt-secret-pour-rembourser-la-dette>

²⁶ Cotterill et al. (2026), « Senegal tapped... », op. cit.